

2010年5月のギリシャショックから早や一年、その間にセーフティーネットが整備され、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの3ヶ国は救済された。一方、スペインやイタリアへの危機伝播はみられず、欧州債務危機は当該3ヶ国の救済をもって一旦小康状態を迎えるように見えた。しかし、ポルトガルに対する金融支援の合意後、ギリシャの債務再編懸念が急速に高まり、足元の金融市場では再び緊張が走る展開となっている。振り返ってみると、欧州債務国の国債利回りは金融支援合意後も上昇(価格下落)を続けており、信用不安は緩和するどころか拡大する状況であった。金融支援では資金繰り破綻は回避できても、支払い能力は改善しないからである。したがって、金融支援合意後も利回りが上昇しているのは当然の反応といえる。

本稿では、ギリシャを例に欧州債務問題の負の連鎖を断ち切るにあたって想定されるいくつかのシナリオを整理し、今後の債務処理が持つ意味についての視座としたい。

そもそも、ギリシャ財政再建の実現可能性については、ギリシャ政府による最新の財政再建計画によれば、2015年までに財政赤字の対名目GDP比率を1%まで削減する目標が掲げられている。2010年時点の財政赤字は10.5%あるので、単純に向こう5年間は財政赤字の削減によって毎年約2%ずつGDPを押し下げる計算となる。それでも財政収支は黒字には届かないので、2016年以降にも一段の緊縮措置を実行しなければならない状況である(図1)。しかし、ギリシャ経済は2年連続マイナス成長である上、厳しい緊縮措置に対する国内からの抵抗(ストライキ等)が根強いので、計画を実現するためのハードルは非常に高いと思われる。また、計画が実現してもなお、債務残高を持続可能な水準まで削減するには2016年以降も一段の緊縮措置が必要である。仮にマーストリヒト条約の規定である対名目GDP比60%まで債務を削減するには、3%の財政黒字を10年以上続けなければならない(図2)。

このように、ギリシャの財政再建の道りは長く、実現可能性は非常に不透明と考えられる。一方、今後の資金需要(図4)を満たすには、EUやIMFからの救済が必要不可欠である。この状況を踏まえたうえで、以下ではギリシャ救済シナリオについて整理する。

まず、大前提としてギリシャは財政改革を断行し、財政収支を黒字化することが必要不可欠である。なぜなら、いかなる救済を受けたとしても、財政赤字の状態が続いている限り、債務は増え続けてしまうからである。

次に、今回のギリシャ救済のあり方について4つの手法を比較整理する(図3)。**①債務再編**(元本減免や利払停止等)については現時点では選択肢となり得ない。ギリシャの財政状況を鑑みれば、将来的にギリシャの債務再編の可能性は否定できない。しかし、ギリシャ国債の多くはギリシャ国内の銀行やユーロ圏の銀行、ECBが保有しており(図5)、債務再編を行った場合には金融システム不安が高まる可能性が高いため、欧州当局が危機につながるような対策を選択する蓋然性は低い。また、**②債務条件変更**(満期延長や金利減免等)についても国債保有者が満期延長や金利減免等を強制される場合には、同様のリスクが想定される。加えて、これら救済手法が採られた場合にはCDS(破綻リスクをヘッジする保険契約)の清算事由に該当し、金融市場へ多大な影響を及ぼすリスクも高い。

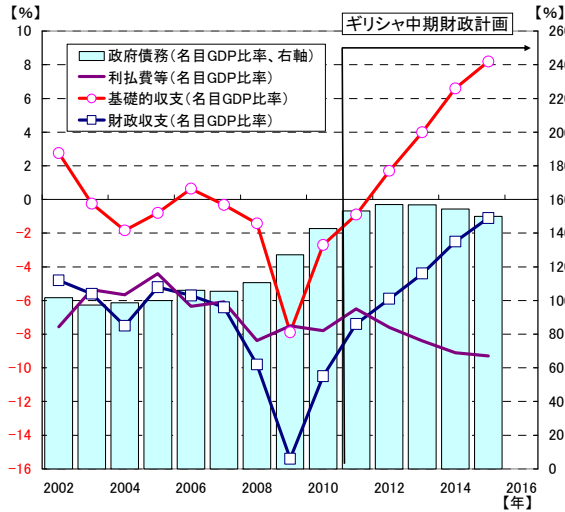
一方、**③金融支援**については民間投資家の負担が発生しないため金融システム不安の心配はない。ただし、金融支援は本質的な問題解決にはつながらないことに加え、債務国の救済に各国の税金を使うことに対する批判が強いことから安易に金融支援が選択される可能性も低い。

そこで、現実的な対応策として考えられるのが、**④民間投資家による自発的な借換債**(既存債券の借換えのために発行される債券)購入である。この方法であれば税金負担は回避される一方で、民間投資家が自発的に債務の借換えに応じることでCDSの清算事由に該当しない。加えて、債務再編のような元本減免や利払停止等の負担はないため、金融システム不安の心配は少ない。ただし、民間投資家が自発的に応じるかどうか不透明である。

最後に、今回のギリシャ救済がどのような方法で決着するにせよ、ギリシャ自身の財政改革の状況が芳しくなければ、再度信用リスクが高まりかねない状況には変わりはない。欧州債務問題はそれほど根の深い問題であり、解決を見るのは当分先の話であろう。

(2011年6月21日記)

図1：ギリシャ財政赤字推移



出所：EcoWin より三菱 UFJ 信託銀行作成

図4：ギリシャ政府資金過不足

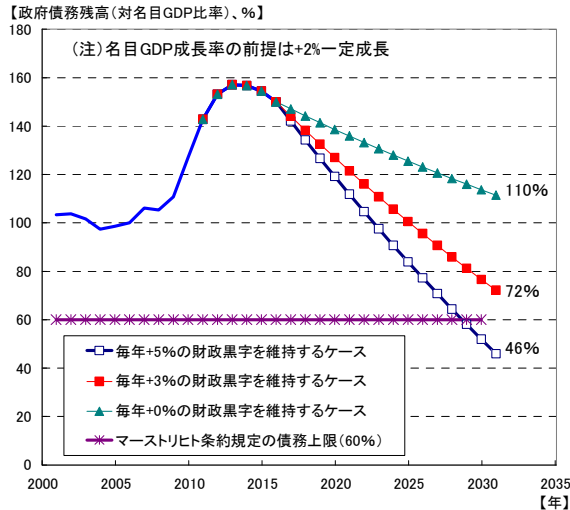
(単位:億ユーロ)

	2011年	2012年	2013年	2014年
名目GDP	2,254	2,284	2,355	2,429
<b>資金需要</b>				
財政赤字 (a)	167	135	104	61
% of GDP	7.4%	5.9%	4.4%	2.5%
国債等償還 (b)	354	438	408	408
EU、IMFへの返済 (c)	0	0	61	286
所要資金 (a)+(b)+(c)	521	573	573	755
<b>資金調達</b>				
EU、IMF融資 (d)	400	240	80	0
短期国債発行 (e)	237	195	195	195
民営化収入 (f)	50	50	50	100
調達金額 (d)+(e)+(f)	687	485	325	295
<b>資金過不足</b>				
差額	166	-88	-248	-460

(注記①) 名目GDP、財政赤字はギリシャ中期財政計画より  
 (注記②) 民営化収入は各種報道を元に年度毎に金額を按分

出所：Bloomberg、ギリシャ政府より三菱 UFJ 信託銀行作成

図2：ギリシャ債務削減シミュレーション



出所：EcoWin より三菱 UFJ 信託銀行作成

図5：ギリシャ国債保有状況

(単位:億ユーロ)

保有者(保有機関)	金額	保有シェア
ギリシャ国内銀行	720	26%
ECB	650	23%
フランス国内銀行	90	3%
ドイツ国内銀行	80	3%
ギリシャ年金基金等	80	3%
EU域内銀行	70	3%
その他※	1,100	39%
合計	2,790	100%

※その他に含まれる投資家  
 EU年金基金、ユーロ圏各国中銀、海外中銀  
 ソブリンウェルスファンド、投資信託等

出所：EBA、各種報道より三菱 UFJ 信託銀行作成

図3：ギリシャ救済策(候補)の比較(メリット=○、デメリット=×)

救済方法	金融支援	民間投資家の自発的な借換債購入	債務条件変更	債務再編
民間投資家負担	○ 民間投資家の負担なし	× 借換債購入によりギリシャ国債の保有継続	× 既存債務の条件変更(満期延長、金利減免等)	× 元本減免、利払停止等により投資家の損失発生
税金負担(各国財政負担)	× 税金負担増加	○ 税金負担なし	○ 税金負担なし	△ 税金負担なし。 ※金融システムリスクによる銀行救済費用負担が発生する可能性あり
債務残高	× 融資金利の条件次第で利払負担増加の可能性あり	× 借換債の金利条件次第で利払負担増加の可能性あり	△ 金利減免となれば、利払負担は減少	○ 債務残高減少
清算事由(CDS)	○ 清算事由には該当しない。	○ 自発的な国債保有の継続であり、清算事由には該当しない。	△ 債務の条件変更が自発的か強制的かによる。格付機関は批判的。	× 清算事由に該当
金融システムリスク	○ リスク小	○ リスク小	△ リスク中	× リスク大

出所：各種報道より三菱 UFJ 信託銀行作成

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）